

行业景气维持，期待再创盈利纪录

报告要点

中海集运盈利纪录

2004、2005 和 2007 年是公司过去曾经的盈利高峰：2004 年 39.79 亿、2005 年 33.79 亿、2007 年 33.24 亿。经历 2009 年的巨亏之后，是否可以重新再创盈利纪录？逻辑上，如果盈利可以达到历史的高纪录，那么二级市场的股价也就存在持续上涨，达到历史高价的可能。

历史规律：4 年一个完整周期，景气高峰可持续 2 年

自 1998 年以来 12 年，集运一般每 4 年一个周期，而景气繁荣时期一般可持续 2 年。以史为鉴，我们预期始于 2009 年底的这一轮景气可维持到 2011-2012 年。

未来展望：供给和需求可平衡

分别采用德鲁里、clarkson 和我们自己的预测，发现未来的供给和需求增幅都是基本匹配的。这预示着眼下的运价在未来有得以维持的条件。

当下情景：“运力控制”行为成常态

在行业供需真正逆转之前，船东有意愿也有能力继续维持“运力控制型”运价的上涨。

投资评级：上调为“推荐”

目前公司运力规模、外部油价等背景与 2007 接近；虽内贸航线盈利尚弱，但美线盈利状态远超 2007 年。预期 3 季度盈利可观。若运价得以维持，2011 年盈利规模可达到 2007 年水平。我们暂取中性预测：2010-2012 年 EPS 分别为 0.15、0.26 和 0.33 元，并存在超预期可能。考虑到行业景气维持，公司业绩持续增长的预期，将评级由“谨慎推荐”上调为“推荐”。

投资风险：欧美经济二次探底；船东控制运力行为改变。

当前股价：3.93

工业行业评级

公司基本数据 2010.8.13

总股本(万股)	1168313
流通 A 股/B 股(万股)	233663/0
资产负债率	41.41%
每股净资产(元)	2.22
市盈率(当前)	-7.08
市净率(当前)	1.77
12 个月内最高/最低价	5.50/3.14

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

PE
PB
EV/EBITDA
PE
PB
EV/EBITDA

相关研究

《美线，3 季度盈利增量贡献者——集运行业分析报告之二》2010/8/9
 《海运子行业，谁的产能消化最早完成——海运行业 8 月月报》2010/8/2
 《美线，3 季度盈利增量贡献者》2010/8/8

分析师：

吴云英
 (8621)68751160
 wuyy@cjsc.com.cn
 执业证书编号：S0490208120194
 联系人：
 韩轶超
 (8621) 68751772
 hanyu@cjsc.com.cn

主要财务指标

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	19938	31833	37068	41517
增长率(%)	-43%	60%	16%	12%
归属母公司所有者净利润(百万元)	-6489.0	1741.9	3088.8	3865.7
增长率(%)	-4918%	n.m	77%	25%
每股收益(元)	-0.555	0.149	0.264	0.331
净资产收益率(%)	-25.0%	7%	11%	12%
每股经营现金流(元)	-0.30	0.32	0.53	0.62

正文目录

报告主要观点集锦	5
中海集运历史盈利周期波动	6
历史盈利纪录	6
盈利是否回到 2007 年或 2004 年	7
行业的分析思路	8
以史为鉴：景气繁荣可维持多久	9
4 年一周期，景气繁荣可持续 2 年	9
景气拐点的预期	11
未来：供需可匹配	11
订单/运力占比历史低位，产能消化将完成	11
运力的预测	12
需求的预测	14
此轮周期的特殊性	18
中海集运：业绩持续上升途中	18
欧美主干航线，收入主要贡献者	18
各航线运价波动	21
成本构成	21
运力扩张	22
业绩预测	23
中性预测	23
乐观预测	25
悲观预测	26
业绩弹性测算	26
估值	27
投资评级：上调为“推荐”	30
风险提示	30

图表目录

图 1: 中海集运净利润和销售净利率	6
图 2: 中海集运单箱收入和单箱成本	8
图 3: 中国出口集装箱运价指数 (CCFI)	10
图 4: 欧洲、地中海航线 CCFI 运价指数	10
图 5: 美西、美东航线 CCFI 运价指数	10
图 6: 欧地航线与 CCFI	10
图 7: 美洲航线与 CCFI	10
图 8: 集装箱船月度交付量	12
图 9: 集装箱船运力及运力增速变化	12
图 10: 集装箱船订单量及订单占现有运力比重变化	12
图 11: GDP 增速与集运贸易量增速	16
图 12: 集运贸易量增速与集运运力增速	16
图 13: 集装箱需求增速对全球 GDP 增速的弹性	16
图 14: 欧元区 GDP 增速与中国对欧盟出口额增速	17
图 15: 美国 GDP 增速与中国对美国出口额增速	17
图 16: 集装箱运价上涨 3 阶段	18
图 17: 中海集运各航线业务量占比	20
图 18: 中海集运各航线收入占比	20
图 19: 公司各航线历史单位收入情况	20
图 20: 公司各航线历史毛利结构情况	20
图 21: 中海集运历年成本结构	22
图 22: 中海集运燃油消耗量	22
图 23: 中海集运历史燃油价格	22
图 24: 集装箱新船价格	23
图 25: 集装箱二手船价格	23
图 26: 中海集运运力变化	23
图 27: 中海集运运力结构	23
图 28: 主要海运上市公司 2010 年以来股价涨跌幅	28
图 29: 中海集运历史 PB 变化	29
图 30: 中海集运历史相对 PB 变化	29
图 31: 中海集运季度股价（均价与最高价）与季度业绩变化比较	29
表 1: 中海集运历史盈利纪录	6
表 2: 1998 年以来的 4 轮周期	9
表 3: 德鲁里的运力供给预测（年度；单位：千 TEU）	12
表 4: 德鲁里的运力供给预测（年度和季度；单位：千 TEU）	13
表 5: 全球集装箱船运力预测	14
表 6: 德鲁里的需求预测	14
表 7: 德鲁里的需求增速预测	15
表 8: 德鲁里的供给/需求指数	15

表 9: 2010-2011 年供需的预测	17
表 10: 分航线集运货量占比	19
表 11: 分航线集运收入占比	19
表 12: 中海集运各航线单箱收入和毛利率变化	20
表 13: 中海集运分航线平均运费情况	21
表 14: 中海集运主要业务量预测	24
表 15: 中海集运成本预测	24
表 16: 太平洋航线运量、运价对业绩敏感性测算 (2011 年)	26
表 17: 欧洲航线运量、运价对业绩敏感性测算 (2011 年)	26
表 18: 内贸航线运量、运价对业绩敏感性测算 (2011 年)	27
表 19: 亚太航线运量、运价对业绩敏感性测算 (2011 年)	27
表 20: 国际可比公司估值水平	27
表 21: 国际上市集运公司中期业绩	28
表 22: 国内可比公司估值水平	28
公司财务报表及指标预测	31

本次报告分别从历史规律回顾、未来供需展望、现在特殊背景三个角度去分析集运行业未来周期可能的运行轨迹。

报告主要观点集锦

- 此轮周期，欧线运价上涨至接近历史高位始于 2009 年底；美线始于 2010 年 5 月；我们预期此轮高峰期将持续至 2011 年底-2012 年。这里要强调的是，景气高峰并非运价将出现持续的上涨，而是运价维持于相对高位达 2 年左右时间。目前运价已经处于相对历史高位，利润率处于高位，我们预期再度出现持续上涨的可能性不大，但将继续维持相对高运价和高盈利水平状态。
- 集装箱订单占现有运力的比重由 2007 年的 60%降低到目前不到 30%，也是自 2003 年以来订单/现有运力比重最低的阶段；比较历史，也是处于一个相对比较低的水平上，表明集装箱行业经过长达 5 年的产能消化，产能消化即将在未来 2-3 年完成。我们做一个乐观的预期，未来有可能集运行业迎来一次胜过以往周期盈利水平的繁荣。（见图 10）
- 按照德鲁里的预测，2010-2011 年全球集装箱贸易增速分别为 8.5%和 7.4%。其中 2010 年 1Q-2011 年 4Q 需求增速分别为 14.9%、9.8%、5.8%、4.6%、1.8%、7.9%、8.5%和 10.7%。这预示着 2011 年 2 季度之后，集装箱贸易增速将加快。分区域来看，增速较快的是北美、东欧、远东和亚太地区。特别在 2011 年 4 季度，这些地区贸易增速都将在 10%以上，甚至东欧地区达到 19%。
- 2010 年 5 月之后，美线达到盈利状态，而且目前盈利水平已经超越欧线，成为 3 季度盈利增量的主要贡献者。这是此一轮周期与 2007 年比较，增强盈利的一大重要力量。预期今后美线将成为贡献盈利的一条重要航线。

需要指出的是，我们所做分析判断的基础都是在全球经济没有出现二次探底的前提下进行的。集运需求的周期波动完全跟经济周期波动一致，若前提改变，则我们的分析结论将存在偏差的风险。

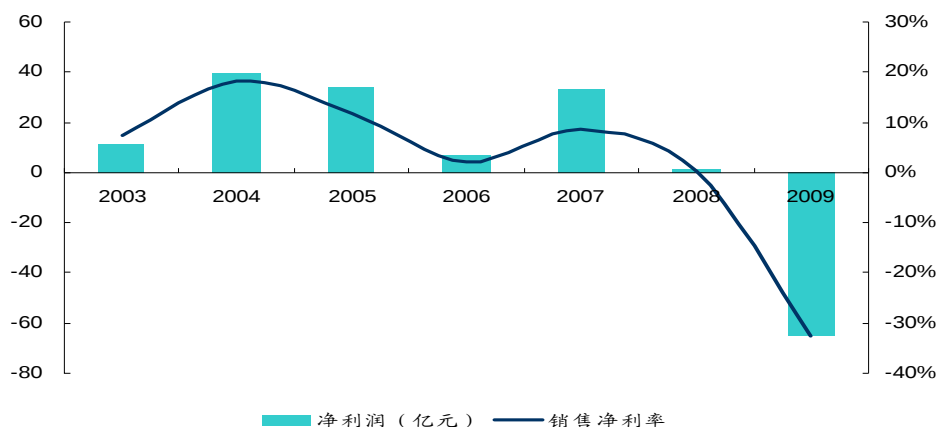
中海集运历史盈利周期波动

历史盈利纪录

首先，我们回顾中海集运历史盈利纪录：

在 2003-2009 年间，除 2009 年巨幅亏损 65 亿元之外，公司都是处于盈利状态。净利润最高的 3 年分别是 2004 年 39.79 亿、2005 年 33.79 亿和 2007 年 33.24 亿。不过 2009 年一年亏损额相当于以往两年盈利高峰时的总和；从另一个角度理解，亏损越重，行业自律行为维持高运价的意愿就越强。

图 1：中海集运净利润和销售净利率



资料来源：Wind，长江证券研究部

表 1：中海集运历史盈利纪录

时间	净利润 (亿)	总运力 (TEU)	总运量 (TEU)	船舶周 转次数	单箱运价 (元/TEU)	ROE(%)	WTI 油价 (美元/桶)	折旧 (亿)	CCFI			
									综合指数	欧线	美西	美东
2003	11.11	198,490	2,834,207	14.28			31.06	N.A	1,047	1,390	1,235	1,240
2004	39.79	254,207	3,654,767	14.38	5818	27.76	41.51	5.73	1,126	1,546	1,291	1,284
2005	33.79	347,681	4,597,395	13.22	6181	20.58	56.59	9.81	1,142	1,524	1,318	1,303
2006	6.69	398,974	5,657,955	14.18	5428	4.14	66.09	12.92	1,023	1,280	1,181	1,235
2007	33.24	446,037	7,298,827	16.36	5339	10.18	72.23	10.88	1,068	1,505	1,095	1,249
2008	1.31	493,016	6,997,959	14.19	4924	0.41	99.92	12.91	1,124	1,547	1,106	1,328
2009	-64.89	497,229	6,741,790	13.56	2774	-25.72	61.99	15.36	879	1,014	877	1,194
2010YTD		492,729					78.22	N.A	1,129	1,784	1,033	1,252
2011E	?	554,229				?						

资料来源：公司公告，Wind，Bloomberg，长江证券研究部

其次，我们分析历史盈利高峰跟目前所处背景的异同。

- ✓ 2004 年，公司以总运力 25 万 TEU，总运量 365 万 TEU，实现盈利 39.79 亿元。ROE 为 27.76%。单箱运价 5818 元/TEU。
- ✓ 2005 年，公司以总运力 34.8 万 TEU，总运量 460 万 TEU，实现盈利 33.79 亿元。ROE 为 20.58%。单箱运价 6181 元/TEU。
- ✓ 2007 年，公司以总运力 44.6 万 TEU，总运量 730 万 TEU，实现盈利 33.24 亿元。ROE 为 10.18%。单箱运价 5339 元/TEU。
- ✓ 2009 年，公司总运力 49.7 万 TEU，总运量 674 万 TEU，亏损 65 亿元。ROE 为 -25.72%。单箱运价 2774 元/TEU。

盈利是否回到 2007 年或 2004 年

当前，公司运力 49 万 TEU，是 2004 年的 2 倍，那么 2010 或 2011 年，公司的盈利是否可以达到 2004 年的 2 倍呢？或者跟 2007 年比较，是否可以达到 2007 年 33 亿的盈利水平。

分析目前的背景：

- ✓ 运价与 2004 年和 2007 年接近。
- ✓ 然而，燃油价格是 2004 年的 2 倍，但与 2007 年接近。
- ✓ 由于船价上升，折旧成本是 2004 年的 2 倍多，比 2007 年高出 50%。2004-2009 年单位运力折旧分别是 2254、2821、3238、2439、2634、3089 万元/TEU。
- ✓ 这一轮周期与以往不同的在于，船东经历了 2009 年的巨幅亏损，运价报复性反弹的意愿最强；其次，船东的集中度比以往提高。
- ✓ 另一个不同，美国航线盈利水平出现自 2005 年以来的大幅度提升；美线继欧线成为此轮周期中的一大亮点。由于船舶通行能力限制，我们预期今后美线，特别是美东航线运价将维持得更好。

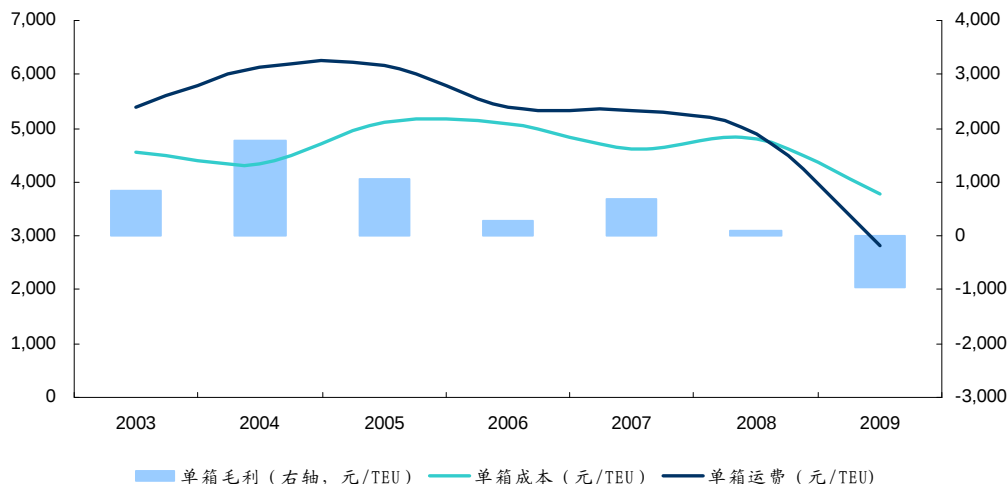
总体上，目前背景与 2007 年更类似，运力比 2007 年略高 11%，平均油价水平与 2007 年接近；那么理论上，公司盈利是可能恢复至 2007 年的水平的。当然，由于减速降低了业务量，那么在 2010 年，以同样的运力盈利还回不到 2007 年的业务量。

那么 2011 呢，只要业务量恢复到接近 2007 年水平，则盈利就可以恢复到 2007 年 33 亿元的水平，而由于主干航线美国航线盈利水平超越了 2007 年，则存在盈利超越 2007 年的可能。

逻辑上，如果盈利可以达到历史的高纪录，那么二级市场的股价也就存在持续上涨，达到历史高股价的可能。

那么盈利可以达到么？这便是我们此次报告分析的关键。

图 2：中海集运单箱收入和单箱成本



资料来源：公司公告，长江证券研究部

行业的分析思路

由于海运是强周期行业，因此我们须沿着自上而下，自行业至公司的思路。

对行业景气周期变化的分析，我们从以下 3 个角度入手：

- ✓ 历史规律：以史为鉴，从历史的变化规律预期此轮周期波动特征。历史虽不会完全重演，但一些共同规律痕迹可循。
- ✓ 未来展望：供需是决定运价的基础，我们分别采用德鲁里、Clarkson 对未来运力投放和需求的预测，也按照我们自己的思路做预测，考察未来几年供需是否匹配。
- ✓ 当下情景：此轮周期背景的独有特征；这些特征是否可成常态。

其它对于集装箱行业的分析参见：

- ✓ 2010 年 8 月 8 日：《美线，3 季度盈利增量贡献者》——将集装箱行业的景气定义为“运力控制型”繁荣；目前美线盈利水状态达到历史高水平，成为集运公司盈利增量的主要贡献者。
- ✓ 2010 年 8 月 2 日：《海运子行业，谁的产能消化最早完成》——若船东加船降速控制运力的行为成常态，集运市场最早达到供需的匹配，从而在海运子行业中，集运行业景气度将维持相对高位。

需要指出的是，我们所做分析判断的基础都是在全球经济没有出现二次探底的前提下进行的。集运需求的周期波动完全跟经济周期波动一致，若前提改变，则我们的分析结论将存在偏差的风险。

以史为鉴：景气繁荣可维持多久

4 年一周期，景气繁荣可持续 2 年

从中国出口集装箱运价指数 1998 年以来的变化趋势，我们发现以下变化规律：

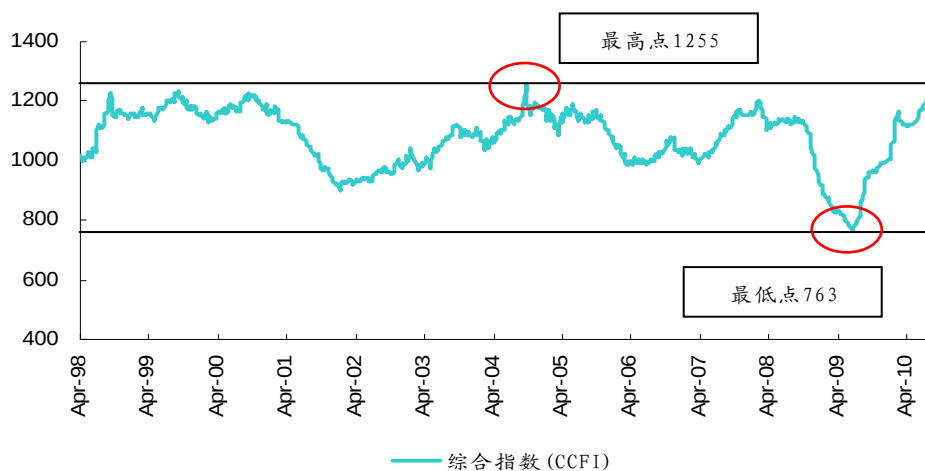
- 一般 4 年一个完整的周期，而周期的景气高峰时间一般会持续 2 年。以欧洲线为例，4 轮周期高峰分别为 1998-9 至 2000-10；2003-8 至 2005-8；2007-10 至 2008-8；而这一轮高峰从 2009 年底开始。我们认为原因在于船舶的建造周期约 1-2 年。在船东对市场做出判断之后，做出造船决策，到新船运力投放时间间隔在 2 年左右。
- 运价的最高点一般出现在 3 季度，特别是 9 月或者 10 月。原因在于 3 季度是传统的运输旺季。
- 一般周期低谷向上时不是呈现“U”型，而更多呈现“V”型。
- 运价的最低点一般出现在 1-2 季度交替时候，即 3-4 月份。原因在于中国春节因素使得 3-4 月份贸易量减少。
- 欧洲线运价的波动幅度比较大，但美线的波动幅度比较小，美线的周期波动特征远远弱于欧线。原因在于：（1）美线中约 50%为一年一次签订合约运价；（2）欧洲线进入门槛相对低些，船舶运力调配更容易。而美线门槛相对高些，体现在船舶通行大小要求（特别美东航线最大通航能力只能是 5000TEU 以下船舶），二是政府对船舶进入要求相对更高。
- 欧线运价变化一般先行。欧洲线运价完全随行就市，而美国线运价是半随行就市。
- 2008 年全球金融危机所导致的这一轮周期下跌幅度最深，但在最短时间内反弹的幅度也最大。
- 从运价指数看，目前欧线的运价水平处于自 1998 年以来的相对历史高位，但美线距离 1999 年的历史高位还有距离。

表 2：1998 年以来的 4 轮周期

指数	周期	高峰期	最高点	最高指数	最低点	最低指数
中国出口集装箱运价指数	第一轮周期	1998.9-2000.10	1999.9	1,233	1998.4	1,000
	第二轮周期	2004.10-2005.10	2004.10	1,255	2002.1	902
	第三轮周期	2007.10-2008.9	2008.2	1,202	2006.4	985
	第四轮周期	2010 年—?	2010.8	1,213	2009.6	763
欧洲航线	第一轮周期	1998.9-2000.10	2000.10	1,668	1998.4	1,116
	第二轮周期	2003.8-2005.8	2004.9	1,598	2002.1	905
	第三轮周期	2007.10-2008.8	2008.2	1,799	2006.3	1,120
	第四轮周期	2010 年—?	2010.3	1,918	2009.3	777
美西航线	第一轮周期	1998.10-2000.10	1999.9	1,462	1998.4	887
	第二轮周期	2003.7-2005.10	2005.06	1,395	2002.3	935
	第三轮周期	周期波动不明显				
	第四轮周期	2010 年—?	2010.8	1,184	2009.7	746

资料来源：长江证券研究部

图 3：中国出口集装箱运价指数（CCFI）



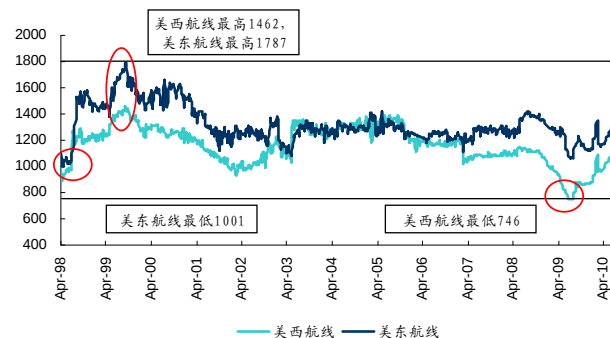
资料来源：长江证券研究部

图 4：欧洲、地中海航线 CCFI 运价指数



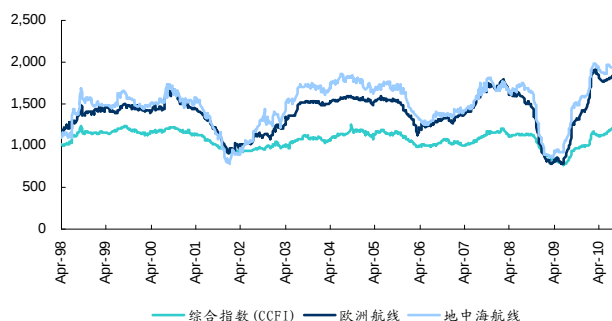
资料来源：长江证券研究部

图 5：美西、美东航线 CCFI 运价指数



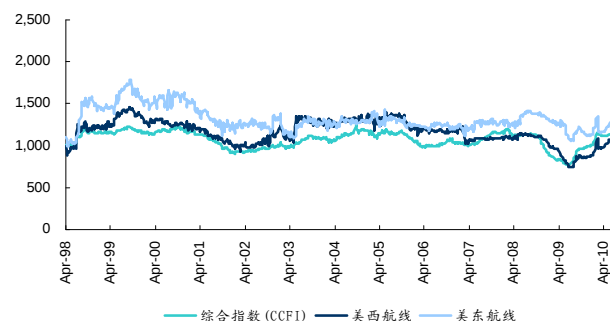
资料来源：长江证券研究部

图 6：欧地航线与 CCFI



资料来源：长江证券研究部

图 7：美洲航线与 CCFI



资料来源：长江证券研究部

景气拐点的预期

历史虽不会完全重演，但一些共同规律痕迹可循。以史为鉴，我们对此轮周期先做这样一个预期和判断。

- ✓ **持续时间：**此轮周期，欧线运价上涨至接近历史高位始于 2009 年底；美线始于 2010 年 5 月；我们预期此轮高峰期将持续至 2011 年底-2012 年。这里要强调的是，景气高峰并非运价将出现持续的上涨，而是运价维持于相对高位达 2 年左右时间。目前运价已经处于相对历史高位，短期的利润率处于高位，我们预期再度出现持续上涨的可能性不大，但将继续维持相对高运价和盈利状态：比如欧线运价维持 1800 美元/TEU 左右；美西航线运价维持 2500-3000 美元/FEU；美东航线维持 3500-4000 美元/FEU。截止本周，美东航线运价 4150 美元/FEU；美西航线运价 2700 美元/FEU；欧洲航线运价 1800 美元/TEU。从过去的周期来看，也是会在景气的某个阶段达到最高运价，随后虽有回落，但总体依旧维持高运价。当然，做出这个判断的风险则在于全球宏观经济周期出现二次探底。
- ✓ **运行轨迹：**考虑到旺季因素，我们预期此轮周期的运行轨迹，2010 年 8-9 月达到周期的运价高峰，2010 年 4 季度-2011 年 1 季度有所回落（幅度 15%左右），但 2011 年 3 季度运价再度回到高位。2011 年平均运价与 2010 年持平，美线 2011 年平均运价甚至略高。（2011 年，平均运价即使不再上涨，但运价在盈利水平之上后，通过业务量的上升则业绩可实现持续增长）。

未来：供需可匹配

目前的繁荣，到底是短暂的假象还是行业趋势？决定行业周期的最根本因素仍是供给和需求。如果目前推动运价上涨的因素还继续存在，而未来供需又是匹配的，那么我们就对行业景气的维持可抱有乐观的预期。

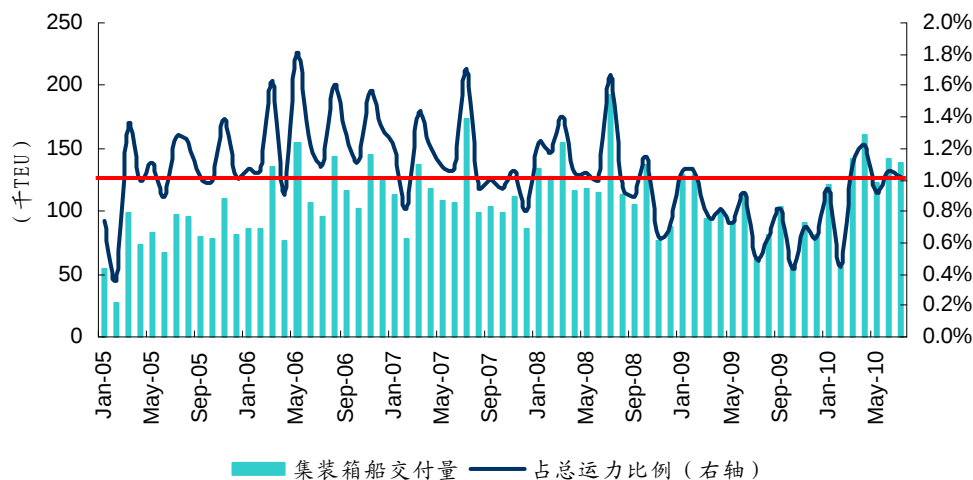
以下我们分别采用得鲁里、Clarkson 和我们自己的预测，判断未来供需形势。

订单/运力占比历史低位，产能消化将完成

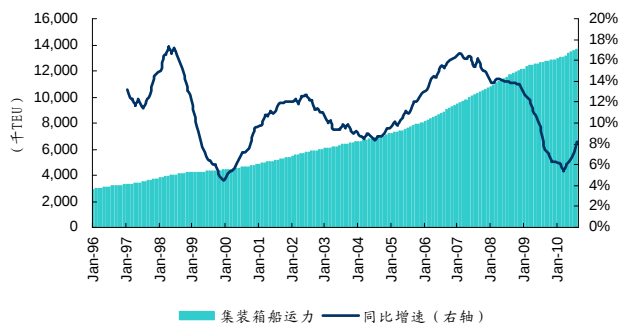
今年从 3 月份开始交付量持续高于 13 万 TEU，自 2009 年 2 月以来交付量与现有运力比首次回到 1%以上。不过从历史上来看，今年集装箱船的月度交付量占现有运力的比例并不算高，2005-2007 年该比例基本都稳定在 1%-1.8%之间，而目前也只是维持在 1%-1.1%的水平。（见图 8）

集装箱订单占现有运力的比重由 2007 年的 60%降低到目前不到 30%，也是自 2003 年以来订单/现有运力比重最低的阶段；比较历史，也是处于一个相对较低的水平上，表明集装箱行业经过长达 5 年的产能消化，即将在未来 2-3 年完成。我们做一个乐观的预期，未来有可能集运行业迎来一次胜过以往周期盈利水平的繁荣。（见图 10）

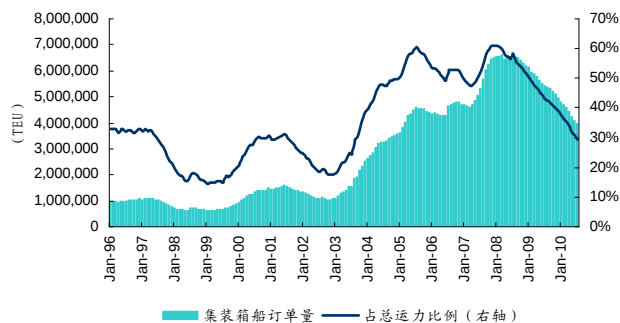
同时，从目前 8%左右的运力增速看，也是处于历史一个相对较低的水平。（见图 9）

图 8：集装箱船月度交付量


资料来源：Clarksons，长江证券研究部

图 9：集装箱船运力及运力增速变化


资料来源：Clarksons，长江证券研究部

图 10：集装箱船订单量及订单占现有运力比重变化


资料来源：Clarksons，长江证券研究部

运力的预测

德鲁里的预测

按照德鲁里的预测，2010-2014 年供给增速分别为 7.9%、7.1%、5.5%、3.5%和 3.8%。做出这个预测的前提是 2010-2013 年交付率只有 62.40%、62.20%、69.10%和 93.10%；年拆解运力比率为 1%左右。

表 3：德鲁里的运力供给预测（年度；单位：千 TEU）

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Total
订单	961	1,860	1,854	1,374	723	703	6,514
延迟到以后		600	550	350	50	0	1,550
取消		100	150	75	0	0	325

实际交付	961	1,160	1,154	949	673	703	4,639
拆解	351	157	182	135	123	86	683
年底运力	12,709	13,712	14,684	15,498	16,048	16,665	
实际交付率	100.00%	62.40%	62.20%	69.10%	93.10%	100.00%	71.20%
运力增幅	5.00%	7.90%	7.10%	5.50%	3.50%	3.80%	

资料来源：德鲁里，长江证券研究部

表 4：德鲁里的运力供给预测（年度和季度；单位：千 TEU）

		集装箱船队变化情况 ('000 teu)			
		新造	废弃	船队	增速
2006		1384	29	9472	16.70%
2007		1366	33	10805	14.10%
2008		1380	86	12099	12.00%
2009		961	351	12709	5.00%
2010		1207	203	13713	7.90%
2011		1154	182	14685	7.10%
2012		949	135	15499	5.50%
2013		673	123	16049	3.50%
2014		703	86	16666	3.80%
2009	Q1	261	88	12272	1.40%
	Q2	238	99	12411	1.10%
	Q3	250	105	12556	1.20%
	Q4	212	59	12709	1.20%
2010	Q1	248	46	12911	1.60%
	Q2	320	52	13178	2.10%
	Q3	320	52	13446	2.00%
	Q4	320	52	13713	2.00%
2011	Q1	289	46	13956	1.80%
	Q2	289	46	14199	1.70%
	Q3	289	46	14442	1.70%
	Q4	289	46	14685	1.70%

资料来源：德鲁里，长江证券研究部

我们的预测

我们采用 Clarkson 的数据进行测算：

- （1）乐观：2011 年-2012 年 30% 订单延迟，其中 10% 订单取消，剩余 20% 到下一年交付，年拆解运力比例为 1%，则 2010-2013 年运力增速分别为 8.67%、7.26%、6.11% 和 1.33%。
- （2）中性：2011 年-2012 年 20% 订单推迟，其中 5% 订单取消，剩余 15% 到下一年交付，年拆解运力比例为 1%，则 2010-2013 年的运力增速分别为 8.67%、8.44%、6.03% 和 0.98%。
- （3）悲观：无订单取消延迟，无拆解，则 2010-2013 年的运力增速分别为 8.67%、10.79%、

5.81%和 0%。

表 5: 全球集装箱船运力预测

		2008A	2009A	2010YTD	2010E	2011E	2012E	2013E
乐观	实际运力 (千 TEU)	12,148	12,900	13,474	14,018	15,036	15,955	16,166
	YoY	12.73%	6.19%		8.67%	7.26%	6.11%	1.33%
中性	实际运力 (千 TEU)	12,148	12,900	13,474	14,018	15,200	16,118	16,276
	YoY	12.73%	6.19%		8.67%	8.44%	6.03%	0.98%
悲观	实际运力 (千 TEU)	12,148	12,900	13,474	14,018	15,530	16,432	16,432
	YoY	12.73%	6.19%		8.67%	10.79%	5.81%	0.00%

资料来源: Clarksons, 长江证券研究部

Clarkson 的预测

按照 Clarkson 的预测, 2010-2011 年运力增幅分别为 9.1%和 6.9%; 其中, post-p'max 增速最高, 达到 16.9%和 15.3%; 其次为 p'max 增速, 达到 8.4%和 1.9%。而 post-p'max 和 feeders 则因为船龄老和新订单少, 在 2011 年运力甚至出现负增长。即大型船增速快于小船。

需求的预测

德鲁里的预测

按照德鲁里的预测, 2010-2011 年全球集装箱贸易增速分别为 8.5%和 7.4%。其中 2010 年 1Q-2011 年 4Q 需求增速分别为 14.9%、9.8%、5.8%、4.6%、1.8%、7.9%、8.5%和 10.7%。这预示着 2011 年 2 季度之后, 集装箱贸易增速将加快。分区域来看, 增速较快的是北美、东欧、远东和亚太地区。特别在 2011 年 4 季度, 这些地区贸易增速都将在 10%以上, 甚至东欧地区达到 19%。

表 6: 德鲁里需求预测

	2010	2011	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
北美	42,189	44,459	10,220	10,463	10,589	10,758	10,378	10,159	11,137	11,715	11,426
西欧	82,070	85,893	20,767	20,074	20,353	20,912	20,731	20,219	21,455	21,956	22,306
北欧	49,300	51,759	12,828	11,980	12,128	12,621	12,571	12,163	12,836	13,406	13,380
南欧	32,770	34,134	7,939	8,094	8,225	8,291	8,160	8,056	8,619	8,551	8,926
远东	197,262	215,350	47,758	46,199	48,132	51,683	51,249	48,023	53,730	56,314	57,068
东南亚	71,815	76,756	16,635	17,595	17,882	18,385	17,954	17,922	18,767	20,033	20,033
中东	33,095	35,662	8,270	7,976	8,208	8,505	8,406	8,131	8,755	9,326	9,433
拉美	34,423	36,552	8,370	8,640	8,674	8,743	8,365	8,284	9,173	9,701	9,412
加勒比	17,680	18,657	4,455	4,438	4,455	4,491	4,296	4,132	4,636	5,093	4,804

南美	16,743	17,896	3,915	4,203	4,219	4,253	4,069	4,152	4,537	4,608	4,608
大洋洲	9,408	9,870	2,458	2,183	2,277	2,465	2,484	2,255	2,339	2,507	2,768
南亚	15,650	17,333	3,682	3,600	3,913	4,132	4,007	3,952	4,290	4,541	4,541
非洲	21,715	23,206	5,061	5,407	5,429	5,451	5,429	5,593	5,825	6,045	5,720
东欧	5,656	5,969	1,458	1,403	1,414	1,437	1,403	1,268	1,462	1,564	1,674
全球	513,284	551,050	124,679	123,539	126,871	132,470	130,405	125,807	136,933	143,703	144,382

资料来源：德鲁里，长江证券研究部

表 7：德鲁里的需求增速预测

	2009	2010	2011	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
北美	-13.40%	6.10%	5.40%	-13.80%	-5.70%	12.40%	6.90%	4.00%	1.50%	-2.90%	5.20%	8.90%	10.10%
西欧	-14.30%	4.30%	4.70%	-16.20%	-6.20%	8.60%	6.80%	2.70%	-0.20%	0.70%	5.40%	5.00%	7.60%
北欧	-16.50%	4.50%	5.00%	-18.30%	-5.70%	9.00%	10.40%	2.10%	-2.00%	1.50%	5.80%	6.20%	6.40%
南欧	-10.90%	4.00%	4.20%	-12.70%	-6.90%	7.90%	2.00%	3.60%	2.80%	-0.50%	4.80%	3.10%	9.40%
远东	-8.40%	10.70%	9.20%	-6.30%	0.20%	17.80%	10.20%	8.60%	7.30%	3.90%	11.60%	9.00%	11.40%
东南亚	-8.10%	9.70%	6.90%	-6.40%	0.10%	16.30%	11.00%	4.40%	7.90%	1.90%	4.90%	9.00%	11.60%
中东	-1.30%	8.90%	7.80%	-0.90%	3.60%	16.10%	13.90%	5.60%	1.60%	1.90%	6.70%	9.60%	12.20%
拉美	-13.40%	7.20%	6.20%	-13.70%	-7.40%	16.30%	9.20%	4.60%	-0.10%	-4.10%	5.70%	11.00%	12.50%
加勒比	-13.10%	5.60%	5.50%	-12.80%	-5.30%	15.20%	12.20%	0.40%	-3.60%	-6.90%	4.10%	13.40%	11.80%
南美	-13.60%	9.10%	6.90%	-14.60%	-9.70%	17.50%	6.10%	9.50%	3.90%	-1.20%	7.50%	8.40%	13.30%
大洋洲	-4.90%	6.40%	4.90%	-6.00%	0.20%	6.40%	9.60%	9.30%	1.00%	3.30%	2.70%	1.70%	11.50%
南亚	-5.00%	11.40%	10.70%	0.40%	7.80%	25.60%	10.00%	4.60%	8.80%	9.80%	9.60%	9.90%	13.30%
非洲	-2.10%	6.80%	6.90%	-1.80%	5.50%	6.40%	11.80%	2.40%	7.30%	3.40%	7.30%	10.90%	5.40%
东欧	-36.10%	10.60%	5.50%	-36.80%	-31%	26.40%	17.60%	6.80%	-3.80%	-9.60%	3.40%	8.90%	19.40%
全球	-9.80%	8.50%	7.40%	-9.00%	-1.90%	14.90%	9.80%	5.80%	4.60%	1.80%	7.90%	8.50%	10.70%

资料来源：德鲁里，长江证券研究部

按照德鲁里的统计，在 2009 年 1 季度，供给/需求指数达到最低 82.2（该指数越低，表明供给压力越大），因此运价处于最低谷，之后逐季回升。预测在 2010 年 4 季度和 2011 年 1 季度该指数有所回落，但到 3 季度该指数还将回升到超过 2010 年同期水平。

表 8：德鲁里的供给/需求指数

		有效运力	运量	运量/有效运力	供给/需求指数
2007		12061	202935	16.83	104.9
2008		13316	213868	16.06	100.1
2009		13647	194554	14.26	88.9
2007	1Q	2860	46994	16.43	102.4
	2Q	2962	50549	17.07	106.4
	3Q	3067	52675	17.18	107.1
	4Q	3173	52638	16.59	103.4
2008	1Q	3195	51477	16.11	100.4
	2Q	3279	54435	16.6	103.5
	3Q	3387	56115	16.57	103.3
	4Q	3455	51822	15	93.5
2009	1Q	3354	44234	13.19	82.2
	2Q	3391	47540	14.02	87.4

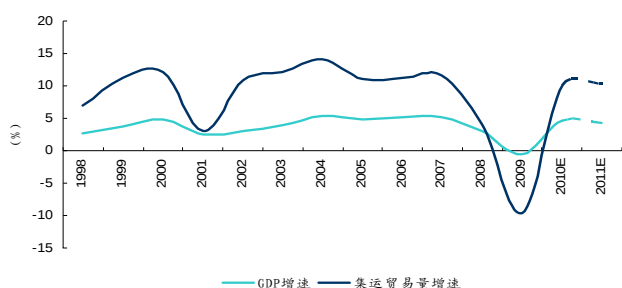
2010	3Q	3430	51493	15.01	93.6
	4Q	3472	51286	14.77	92.1
	1Q	3514	51207	14.57	90.8
	2Q	3585	52588	14.67	91.4
2011	3Q	3657	54909	15.01	93.6
	4Q	3729	54053	14.5	90.4
	1Q	3797	52549	13.84	86.3
	2Q	3862	57196	14.81	92.3
	3Q	3928	60024	15.28	95.3
	4Q	3993	60307	15.1	94.1

资料来源：德鲁里，长江证券研究部

我们的预测

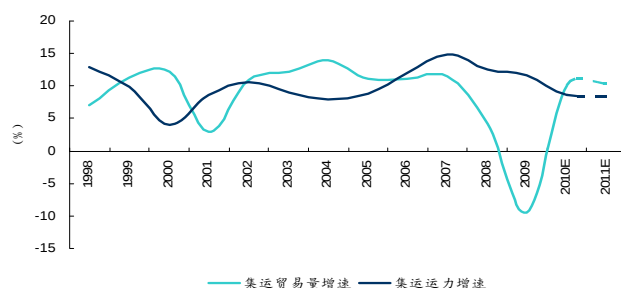
集装箱贸易需求波动的周期跟全球经济周期波动完全一致。我们过去曾测算，集装箱需求增速与全球 GDP 的弹性变化系数均值为 2.42 倍；最高年份为 3.54 倍，最低年份为 1.21 倍。采用 2.42 倍均值，即假如 2011 年全球 GDP 增速为 4.3%（IMF 最新预测值），则全球集装箱贸易增速为 10.41%；最悲观按照 1.21 倍的弹性，需求增速也在 5% 以上。采用长江证券宏观策略部比较保守的全球 GDP 增长率 3.5% 的预测，则全球集装箱贸易增速为 8.4%。

图 11: GDP 增速与集运贸易量增速



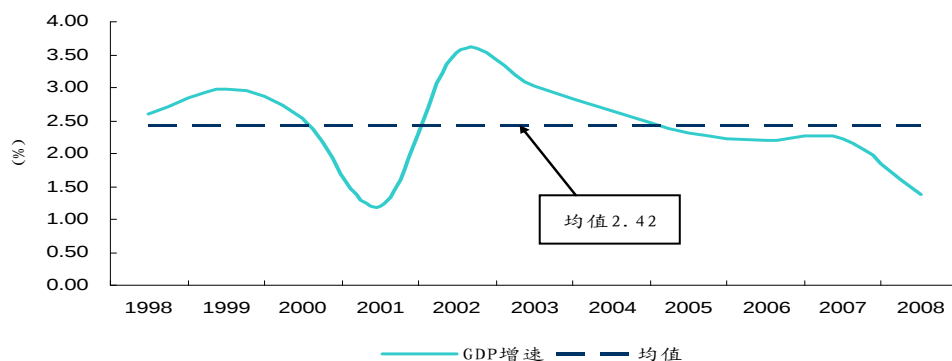
资料来源：Clarksons，长江证券研究部

图 12: 集运贸易量增速与集运运力增速



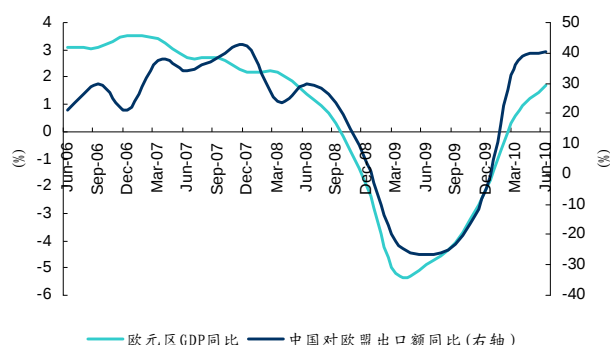
资料来源：Clarksons，长江证券研究部

图 13: 集装箱需求增速对全球 GDP 增速的弹性



资料来源：Clarksons，长江证券研究部

图 14: 欧元区 GDP 增速与中国对欧盟出口额增速



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 15: 美国 GDP 增速与中国对美国出口额增速



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

Clarkson 的预测

按照 Clarkson 的预测, 2010-2011 年需求增幅分别为 10.9% 和 10.7%。其中太平洋航线 2010-2011 年分别增长 10.3% 和 8.9%; 欧洲航线 2010-2011 年分别增长 13.1% 和 12.8%。

供给需求可匹配

无论是我们的预测、Clarkson、还是德鲁里的预测, 未来供给和需求的增速都基本保持一致。而目前来说, 闲置运力只有 1.9%; 而且属于船东的闲置运力比例在 1% 以下, 这部分闲置的船舶大部分还是因为修理的原因所致, 也就是说, 基本上可以理解为目前所有的运力都差不多释放出来了。

因此, 决定未来是否供需维持平衡的一个关键因素就要看, 目前的加船减速是否成为一种常态。若能成常态维持现存运力不释放, 则在供需又相对平衡的状态下, 运价就能如以往周期一样, 维持景气相对高位, 持续时间达 2 年, 甚至在产能消化之后, 维持更长。

表 9: 2010-2011 年供需的预测

	运力供给增速		需求增长	
	2010	2011	2010	2011
预测机构				
得鲁里	7.9%	7.1%	8.5%	7.4%
Clarkson	9.1%	6.9%	10.9%	10.7%
我们的预测	8.7%	8.4%	8-10%	8-10%

资料来源: Clarksons, 德鲁里, 长江证券研究部

负面的因素

由于集装箱贸易需求的波动与全球经济周期波动完全一致; 则如果经济再度衰退, 集运的需求就会再受重创。目前来说, 美国失业率未见下降, 新屋开工率再度回落; 美国欧洲中国的 PMI 指数在回落, 成为市场担忧的因素。宏观经济的走向超过我们航运分析师的判断范围, 虽然我们也努力的去做个判断。我们认为, 经济的恢复可能比预期减慢些, 但没有再受重创

的风险，多个来源的预测，则集运的供给需求在未来是可以达到平衡的。

此轮周期的特殊性

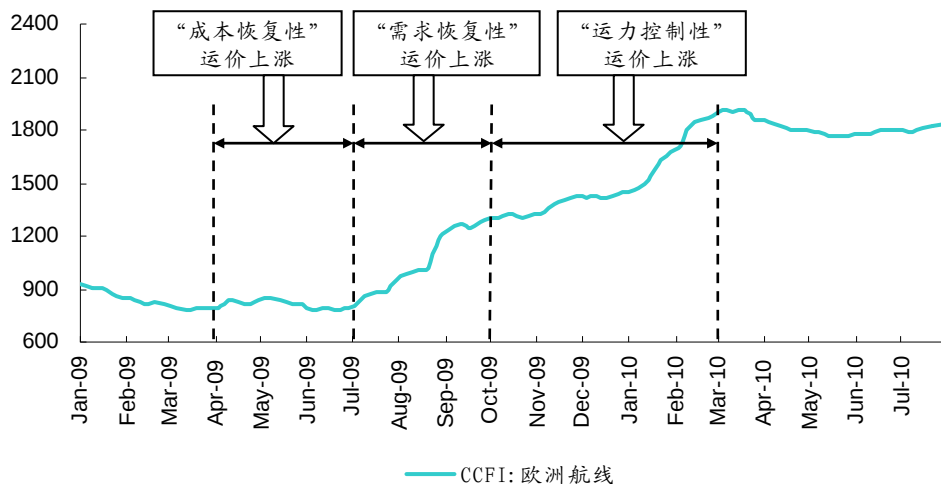
我们在 8 月 8 日的报告中将此轮周期景气上升分为 3 阶段：“成本恢复”——“需求恢复”——“运力控制”。

我们认为这一轮周期跟以往周期一个特殊性则在于此，即船东不再以低价格争取市场份额，而是共同以减少业务量周转来换取高运价。低业务量与高运价权衡的结果：行业共同的利润率升高。因此船东有意愿维持运价的高位。也就是说，在行业供需真正逆转之前，船东加船减速以及根据市场货量闲置部分船舶的行为将是一种常态。

当然，有意愿，还要看有无能力。前 5 大集运船东拥有行业运力的 40%，前 20 大船东拥有行业运力的 80%，这使得船东有能力对运价形成相当的控制。

从另一个角度，目前，行业闲置船舶比例已经降低到 1.9%，而且船东闲置的船舶不到 30 艘，而且闲置的一些原因在于修理；其实相当于基本上运力已无闲置。预期在 4 季度淡季到来后，船东会通增加闲置运力，来保证运价的平衡。

图 16：集装箱运价上涨 3 阶段



资料来源：长江证券研究部

中海集运：业绩持续上升途中

欧美主干航线，收入主要贡献者

从业务量和收入看，欧美主干航线是公司收入的主要贡献者。但欧线和内贸是过往盈利的主要贡献者。

而我们在 8 月 12 日中报告曾指出，2010 年 5 月之后，美线达到盈利状态，而且目前盈利水平已经超越欧线，成为 3 季度盈利增量的主要贡献者。这是此一轮周期与 2007 年比较，增强盈利的一大重要力量。预期今后美线将成为贡献盈利的一条重要航线。

- ✓ 2004-2007 年，太平洋航线业务量占比在 22-25%；2008-2009 年下降到 18-19%；但收入占比 2004-2009 年一直维持在 33-43%。
- ✓ 2004-2007 年，欧洲航线业务量占比在 20-26%；2008-2009 年下降到 17-20%；但收入占比除 2009 年为 23%之外，其余年份占比基本在 30%以上。
- ✓ 2004-2009 年，内贸航线业务量占比都在 30%以上，但收入占比方面，2004-2006 年都在 10%以下，2007-2010 年收入占比分别上升到 11%、16%和 21%。
- ✓ 2004-2009 年，亚太航线业务量在 17-20%；收入占比在 11-18%。

表 10：分航线集运货量占比

分航线集运货量占比	2004	2005	2006	2007	2008	2009
太平洋航线	24.4%	23.8%	25.3%	22.3%	18.8%	17.5%
亚欧航线	24.2%	26.5%	23.9%	20.0%	19.8%	16.8%
亚太航线	17.8%	16.7%	18.1%	16.9%	19.7%	19.3%
中国国内	30.2%	30.5%	30.3%	37.7%	39.0%	44.6%
其他航线	3.3%	2.5%	2.5%	3.2%	2.6%	1.8%

资料来源：公司年报，长江证券研究部

表 11：分航线集运收入占比

分航线集运收入占比	2004	2005	2006	2007	2008	2009
太平洋航线	36.1%	41.4%	43.3%	36.4%	33.2%	34.1%
亚欧航线	37.5%	35.2%	28.7%	33.1%	31.3%	22.7%
亚太航线	12.7%	11.1%	13.1%	14.3%	14.6%	17.6%
中国国内	7.6%	6.2%	6.6%	11.1%	16.1%	21.4%
其他航线	8.0%	6.8%	8.3%	5.1%	4.9%	4.2%

资料来源：公司年报，长江证券研究部

欧美航线是贡献收入的主干航线。其次为内贸航线。因而这几条航线航线的运价波动决定公司收入和利润的变化。

从贡献毛利看，由于公司没有公布各年的毛利率数据，我们只能就已经公布的年份的数据做分析：

- ✓ 2007-2009 年上半年，欧洲航线毛利率分别为 28.52%、6.39%和-62.81%，贡献毛利分别为 36.82 亿、6.83 亿和-10.86 亿，2007 和 2008 年公司毛利比重分别为 72.32%和 109.3%。
- ✓ 2007-2009 年上半年太平洋航线毛利率分别为-0.65%、-4.58%和-27.79%，贡献毛利分别为-0.93 亿、-5.2 亿和-8.73 亿，2007 和 2008 年公司毛利比重分别为-1.82%和-83.28%。

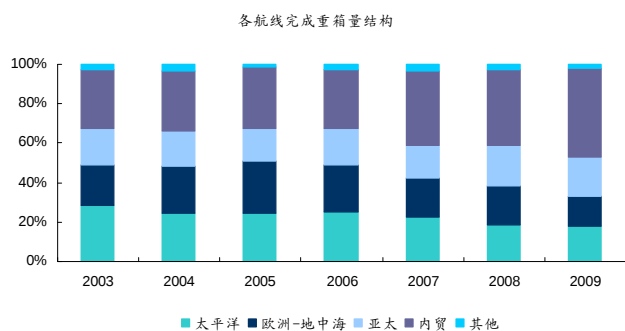
- ✓ 2007-2009 年上半年内贸航线毛利率分别为 19.45%、10.55%和-4.17%，贡献毛利分别为 8.45 亿、5.79 亿和-0.75 亿，2007 和 2008 年占公司毛利比重分别为 16.59%和 92.7%。

表 12：中海集运各航线单箱收入和毛利率变化

中海集运单箱收入/成本 (元/TEU)	2009H1			2008 年			2007 年		
	单箱收入	单箱成本	毛利率(%)	单箱收入	单箱成本	毛利率(%)	单箱收入	单箱成本	毛利率(%)
太平洋航线	5557	7101	-27.79	8714	9113	-4.58	8702	8759	-0.65
欧洲/地中海航线	3101	5049	-62.81	7764	7268	6.39	8854	6329	28.52
亚太航线	1955	2467	-26.21	3629	3483	4.03	4527	3676	18.82
内贸航线	1438	1498	-4.17	2026	1812	10.55	1580	1272	19.45
其他航线	6910	12895	-86.60	9237	10992	-19.00	8531	10233	-19.96
合计	2702	3592	-32.96	4924	4834	1.83	5339	4642	13.06

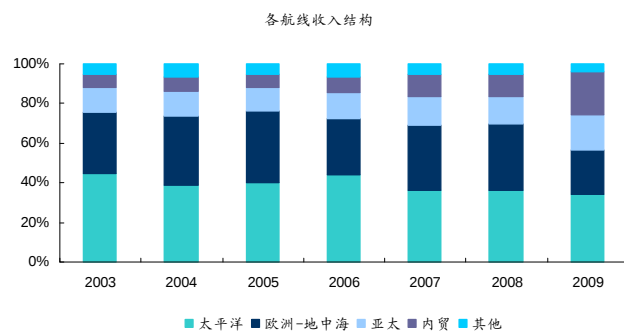
资料来源：长江证券研究部（注：2009 年和 2010 年 1 季度没有公布分航线毛利率）

图 17：中海集运各航线业务量占比



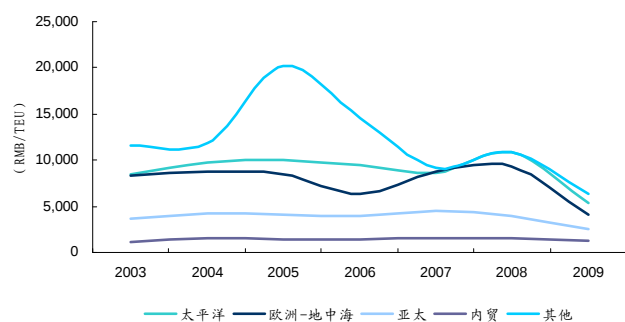
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 18：中海集运各航线收入占比



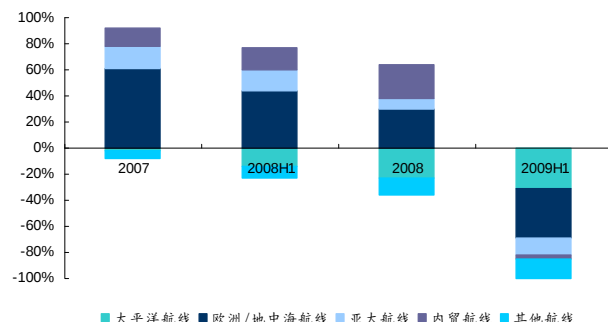
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 19：公司各航线历史单位收入情况



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 20：公司各航线历史毛利结构情况



资料来源：公司公告，长江证券研究部

各航线运价波动

- ✓ 2004-2009 年间，美线单位运价最高为 2005 年的 10759 元/TEU；而 2009 年运价只有该最高价的 50%。这预示在 2009 年基础上，若要重回到历史最高的盈利状态，美线运价有 100% 的上涨空间。当然，这里要提示的是，由于人民币升值，以美元计价的同样价格水平，目前盈利（以人民币计算）将要低于以往。
- ✓ 2004-2009 年间，欧线单位运价最高为 2004 年的 9000 元/TEU；而 2009 年运价只有 2004 年的 42%。
- ✓ 2004-2008 年，内贸航线单位运价逐年上升，2008 年达到 2026 元/TEU；但 2009 年下跌 34%。

表 13：中海集运分航线平均运费情况

平均运费 (RMB/TEU)	2004	2005	2006	2007	2008	2009
太平洋航线	8591	10759	9281	8702	8714	5416
(YoY%)		25%	-14%	-6%	0%	-38%
亚欧航线	9000	8198	6525	8854	7765	3741
(YoY%)		-9%	-20%	36%	-12%	-52%
亚太航线	4156	4131	3926	4527	3629	2533
(YoY%)		-1%	-5%	15%	-20%	-30%
中国国内	1461	1266	1182	1579	2026	1329
(YoY%)		-13%	-7%	34%	28%	-34%
其他航线	13910	16615	18353	8532	9238	6401
(YoY%)		19%	10%	-54%	8%	-31%
总体(人民币 /TEU)	5818	6181	5428	5339	4924	2774
(YoY%)		6%	-12%	-2%	-8%	-44%

资料来源：公司季报，长江证券研究部

成本构成

公司的营业成本主要包括 3 大类（括号中为 09 年占比情况）：

- 集装箱及货物费：包括重空箱装卸费（22%）、港口使费（7%）和箱管费用（7%）。
- 船舶及航程成本：包括燃油成本（22%）、折旧成本和经营租赁（18%）。
- 支线及其他成本（24%）。

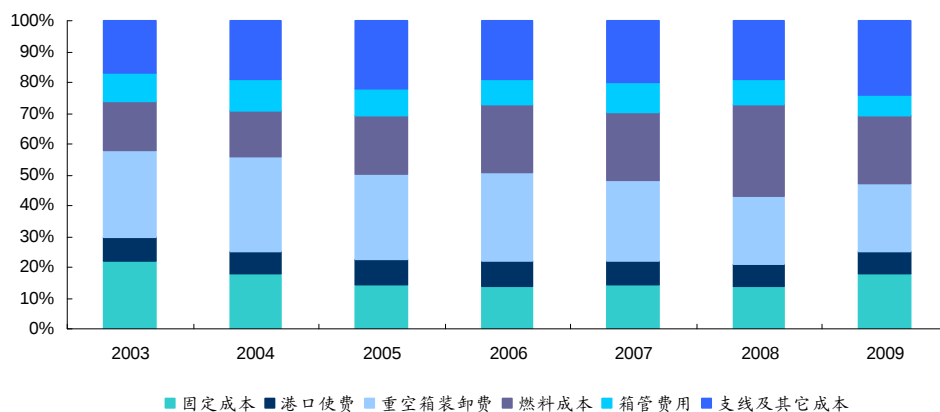
重空箱装卸费、港口使费、箱管费用主要跟公司业务量有关；会跟随公司业务量增长而增长；箱管费用还跟租箱价格有关。公司的主力租约合同将陆续在 2011-2013 年到期，届时公司拥有 2 年的额外续租自主选择权，可能会利用低价续租部分行驶状况较好的船舶。

燃料成本与国际燃油价格、美元汇率等都有关系，是公司最不可控但占比也较大的部分。公司自身控制的措施：1）使用经济航速降低油耗；2）适时进行一些油价锁定来控制成本。我们预计 2010 年-2012 年的整体燃料价格分别 395 美元/吨、400 美元/吨和 400 美元/吨，单箱

燃油消耗量维持在 330Kg/TEU，美元兑人民币汇率分别为 6.79、6.74 和 6.70。

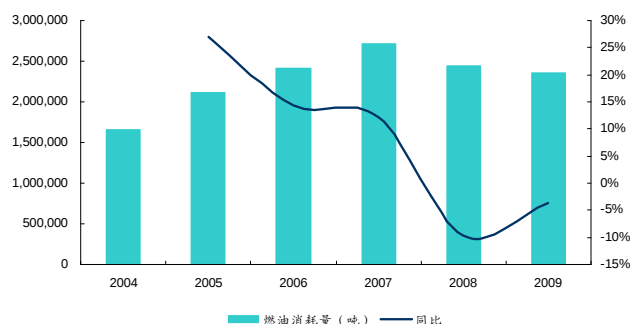
支线及其他成本包含支线费用和佣金支出，其中支线费用占 95%左右，我们预计改部分费用支出与公司未来的业务量增速基本一致。

图 21：中海集运历年成本结构



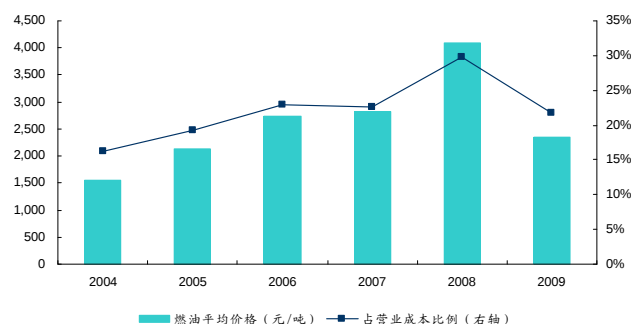
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 22：中海集运燃油消耗量



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 23：中海集运历史燃油价格



资料来源：公司公告，长江证券研究部

运力扩张

公司的运力扩张阶段，主要是 2003-2007 年和 2011-2012 年。在 2001-2003 年集装箱船租金水平较低的时候，公司反周期大胆扩张租入船舶，租期为 10-12 年（租期结束后，公司还有 2 年的自由选择权，届时公司将根据市场租金水平选择是否续租 2 年）。

公司目前自有船比例 56%左右，其余 44%左右是经营性租赁。

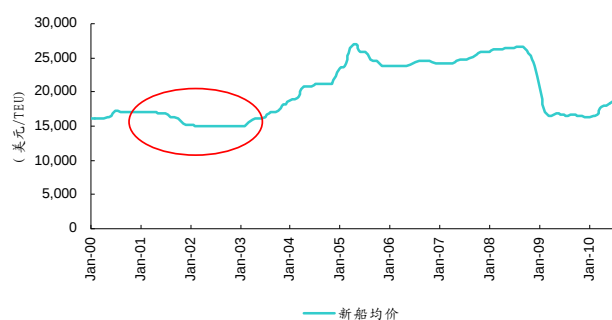
公司主要的运力投放在明后年。

2010 年：大约拆解 1.7 万 TEU 的集装箱船（包括少量退租）。不过今年没有新交付船只，公司仅购买了 2 条 2000TEU 的二手船（船龄 8-9 年），因此运力净增为-2.61%。

2011 年：将有 9 万多 TEU 的新运力投放，计划拆解 2 万 TEU，运力预计增长 14.46%。但如果市场运价很高，公司可能会延缓拆船计划，视情况而定。

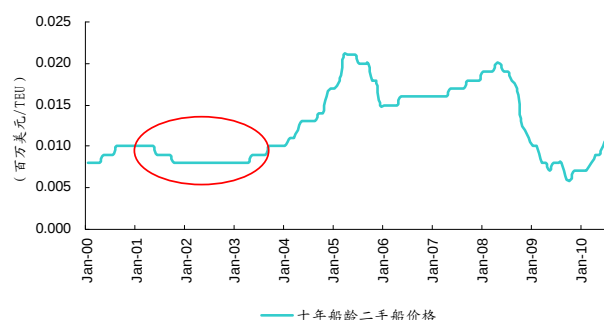
2012 年：将有 5 万多 TEU 的新运力投放，预计运力增长 9.02%。

图 24：集装箱新船价格



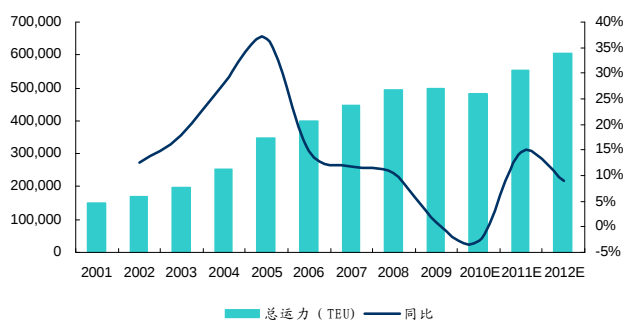
资料来源：Clarksons，长江证券研究部

图 25：集装箱二手船价格



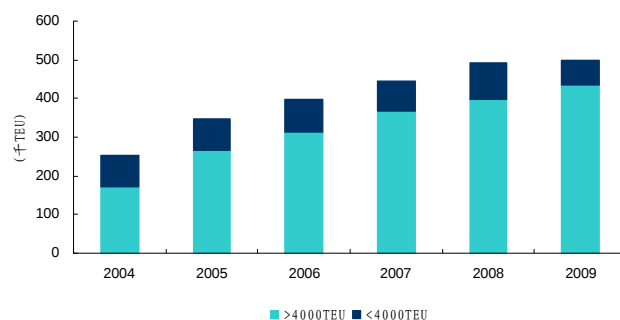
资料来源：Clarksons，长江证券研究部

图 26：中海集运运力变化



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 27：中海集运运力结构



资料来源：公司公告，长江证券研究部

业绩预测

中性预测

综合考虑公司运力增长、全球贸易量及各区域贸易量的增长，我们假定：

- ✓ 太平洋航线：2010-2011 年运量分别增长 15%、10% 和 10%，运价分别上涨 40%、10%、0；
- ✓ 欧洲航线：2010-2011 年运量分别增长 15%、10% 和 10%，运价分别上涨 80%、0、0；
- ✓ 内贸航线：2010-2011 年运量分别增长 5%、12% 和 10%，运价分别上涨 25%、5%、5%；

- ✓ 亚太航线：2010-2011 年运量分别增长 20%、12%和 10%，运价分别上涨 25%、5%、5%；
- ✓ 其它航线：2010-2011 年运量分别增长 15%、15%和 10%，运价分别上涨 20%、5%、5%；

则公司 2010-2012 年总运量增速分别为 11.46%、11.37%和 10%，单位运价增速分别为 45.49%、4.76%和 1.88%。公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.15 元、0.26 元和 0.33 元，目前 PE 分别为 26 倍、15 倍和 12 倍。（该预测暗含着我们对 4 季度运价回落至盈亏持平水平的预期，实际可能超预期）。

表 14：中海集运主要业务量预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
完成重箱量（TEU）						
太平洋	1,628,059	1,303,937	1,195,986	1,375,384	1,512,922	1,664,215
YoY	13.65%	-19.91%	-8.28%	15.00%	10.00%	10.00%
欧洲-地中海	1,457,918	1,376,178	1,050,079	1,207,591	1,328,350	1,461,185
YoY	7.86%	-5.61%	-23.70%	15.00%	10.00%	10.00%
亚太	1,233,035	1,426,744	1,320,862	1,585,034	1,775,239	1,952,762
YoY	20.66%	15.71%	-7.42%	20.00%	12.00%	10.00%
内贸	2,749,120	2,709,974	3,049,392	3,201,862	3,586,085	3,944,693
YoY	60.52%	-1.42%	12.52%	5.00%	12.00%	10.00%
其他	230,695	181,126	125,471	144,292	165,935	182,529
YoY	65.79%	-21.49%	-30.73%	15.00%	15.00%	10.00%
总计	7,298,828	6,997,959	6,741,790	7,514,163	8,368,532	9,205,385
YoY	29.00%	-4.12%	-3.66%	11.46%	11.37%	10.00%
单位收入（RMB/TEU）						
太平洋	8,702	8,661	5,416	7,583	8,341	8,341
YoY	-7.59%	-0.47%	-37.46%	40.00%	10.00%	0.00%
欧洲-地中海	8,855	7,716	4,096	7,374	7,374	7,374
YoY	39.16%	-12.86%	-46.91%	80.00%	0.00%	0.00%
亚太	4,527	3,714	2,533	3,166	3,324	3,491
YoY	16.49%	-17.97%	-31.79%	25.00%	5.00%	5.00%
内贸	1,579	2,014	1,329	1,661	1,745	1,832
YoY	11.79%	27.49%	-33.99%	25.00%	5.00%	5.00%
其他	8,542	9,174	6,401	7,681	8,065	8,469
YoY	-41.15%	7.40%	-30.23%	20.00%	5.00%	5.00%
总计	5,339	4,906	2,815	4,096	4,291	4,372
YoY	-0.96%	-8.13%	-42.61%	45.49%	4.76%	1.88%

资料来源：长江证券研究部

表 15：中海集运成本预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
1.集装箱及货物费	13,953,377	11,957,087	8,999,678	10,150,130	11,329,141	12,636,642
YoY		-14.3%	-24.7%	12.8%	11.6%	11.5%
1.1 重空箱装卸费	6,927,134	7,576,638	5,712,785	6,367,270	7,091,236	7,800,359
YoY		-24.6%	-24.6%	11.46%	11.37%	10.00%
1.2 港口使费	2,216,719	2,318,786	1,743,727	1,903,543	2,076,691	2,242,826
YoY		-24.8%	-24.8%	9.17%	9.10%	8.00%
1.3 箱管费用		2,724,239	1,789,825	1,879,316	2,161,214	2,593,456

	YoY		-34.3%	5.00%	15.00%	20.00%
2.船舶及航程成本	12,622,500	17,091,410	11,975,690	13,301,123	14,658,280	15,881,069
YoY		35.4%	-30%	11%	10%	8%
2.1 燃油成本		9,999,477	5,554,105	6,650,609	7,445,315	8,141,242
YoY			-44%	19.74%	11.95%	9.35%
燃料消耗量（万吨）	271	245	245	248	276	304
YoY		-9.6%	0.0%	1.2%	11.4%	10.0%
单箱燃料消耗(Kg/TEU)	371	350	363	330	330	330
汇率（人民币/美元）	7.58	6.92	6.83	6.79	6.74	6.70
燃料价格（美元/吨）		590	332	395	400	400
2.2 折旧成本	1,087,865	1,290,778	1,535,836	1,520,478	1,672,526	1,756,152
YoY		18.7%	19%	-1.00%	10.00%	5.00%
2.3 经营租赁		5,801,155	4,885,749	5,130,037	5,540,440	5,983,675
YoY			-16%	5.00%	8.00%	8.00%
3.支线及其他成本	7,304,419	4,631,845	4,441,894	4,886,084	5,374,692	5,912,162
YoY		-23.2%	-4.1%	10.00%	10.00%	10.00%
主营业务成本合计	33,880,296	33,680,342	25,417,263	28,337,337	31,362,113	34,429,872
YoY		-0.59%	-24.53%	11.49%	10.67%	9.78%

资料来源：长江证券研究部

我们再假定乐观和悲观情形下的预测：

乐观预测

- ✓ 太平洋航线：2010-2011 年运量分别增长 15%、15%和 10%，运价分别上涨 50%、10%、0；
- ✓ 欧洲航线：2010-2011 年运量分别增长 15%、15%和 10%，运价分别上涨 80%、0、0；
- ✓ 内贸航线：2010-2011 年运量分别增长 5%、12%和 10%，运价分别上涨 25%、5%、5%；
- ✓ 亚太航线：2010-2011 年运量分别增长 20%、20%和 10%，运价分别上涨 25%、15%、5%；
- ✓ 其它航线：2010-2011 年运量分别增长 20%、20%和 10%，运价分别上涨 20%、15%、5%；

则公司 2010-2012 年总运量增速分别为 11.55%、14.88%和 10%，单位运价增速分别为 49.12%、7.95%和 1.89%。公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.19 元、0.42 元和 0.50 元，目前 PE 分别为 20 倍、9 倍和 8 倍。

注：这里我们最乐观条件下对运价的假定也还没回到历史最高运价，按照我们的预测：美线 2011 和 2012 年都是 8937 元/TEU，过去 2004 年是 9371 元/TEU，2007 年是 8702 元/TEU，历史最高是 05 年的 10083 元/TEU，最低是 09 年的 5416 元/TEU。欧线 2011 和 2012 年都是 7374 元/TEU，204 年是 8811 元/TEU，2007 年是 8855 元/TEU，历史最高是 2007 年，

最低是 2009 年的 4096 元/TEU。当然，考虑人民币升值原因，以人民币计价的价格将有所折让。我们按照当年汇率折算后，此假定下美线运价略低于 2008 年，高于 2007 年；欧线运价略低于 2007-2008 年。

悲观预测

- ✓ 太平洋航线：2010-2011 年运量分别增长 15%、8%和 8%，运价分别上涨 40%、-5%、0；
- ✓ 欧洲航线：2010-2011 年运量分别增长 15%、8%和 8%，运价分别上涨 80%、-5%、0；
- ✓ 内贸航线：2010-2011 年运量分别增长 5%、8%和 8%，运价分别上涨 25%、5%、5%；
- ✓ 亚太航线：2010-2011 年运量分别增长 20%、10%和 8%，运价分别上涨 25%、15%、5%；
- ✓ 其它航线：2010-2011 年运量分别增长 15%、10%和 10%，运价分别上涨 20%、5%、5%；

则公司 2010-2012 年总运量增速分别为 11.46%、8.46%和 8.04%，单位运价增速分别为 45.49%、0.34%和 2.08%。公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.15 元、0.15 元和 0.19 元，目前 PE 分别为 27 倍、26 倍和 21 倍。

业绩弹性测算

我们再分别就各航线 2011 年运量和运价做业绩敏感性测算。

基准运价和运量参照我们中性情景下的假定。

表 16：太平洋航线运量、运价对业绩敏感性测算（2011 年）

		太平洋航线运量同比增速				
		0.00%	5.00%	10.00%	15.00%	20.00%
太平洋航线运价同比增速	0.00%	0.157	0.178	0.200	0.222	0.243
	5.00%	0.186	0.209	0.232	0.255	0.278
	10.00%	0.215	0.240	0.264	0.289	0.313
	15.00%	0.245	0.271	0.297	0.323	0.349
	20.00%	0.274	0.301	0.329	0.356	0.384

资料来源：长江证券研究部

表 17：欧洲航线运量、运价对业绩敏感性测算（2011 年）

		欧地航线运量同比增速				
		0.00%	5.00%	10.00%	15.00%	20.00%
欧地航线运价同比增速	-10.00%	0.178	0.194	0.209	0.225	0.241
	-5.00%	0.203	0.220	0.237	0.254	0.271
	0.00%	0.228	0.246	0.264	0.283	0.301
	5.00%	0.253	0.272	0.292	0.311	0.331
	10.00%	0.278	0.299	0.319	0.340	0.361

资料来源：长江证券研究部

表 18: 内贸航线运量、运价对业绩敏感性测算（2011 年）

		内贸航线运量同比增速				
		6.00%	9.00%	12.00%	15.00%	18.00%
内贸航线	-5.00%	0.235	0.233	0.231	0.229	0.227
运价同比	0.00%	0.251	0.249	0.248	0.246	0.244
增速	5.00%	0.267	0.266	0.264	0.263	0.262
	10.00%	0.283	0.282	0.281	0.280	0.279
	15.00%	0.299	0.298	0.298	0.297	0.297

资料来源：长江证券研究部

表 19: 亚太航线运量、运价对业绩敏感性测算（2011 年）

		亚太航线运量同比增速				
		6.00%	9.00%	12.00%	15.00%	18.00%
亚太航线	-5.00%	0.227	0.230	0.233	0.236	0.238
运价同比	0.00%	0.242	0.245	0.249	0.252	0.255
增速	5.00%	0.257	0.261	0.264	0.268	0.272
	10.00%	0.272	0.276	0.280	0.284	0.288
	15.00%	0.287	0.292	0.296	0.300	0.305

资料来源：长江证券研究部

估值

同国际海运公司估值比较

我们取全球主要集装箱运输公司做比较,2010 年海外主要集运公司 PE 估值均值为 21.8 倍,最低为 11.84 倍,最高为东方海外的 44.06 倍;2010 年 PB 估值均值为 1.31 倍。我们预测,中海集运 2010 年 PE 为 26.36 倍,2011 年 PB 为 1.72 倍,略高于国际海运公司均值。

股价表现方面,2010 年年初以来,海外集运公司的股价累计上涨了 25%-89%不等,而中海集运 H 股上涨了 7.14%;但 A 股股价下跌 13.6%。

表 20: 国际可比公司估值水平

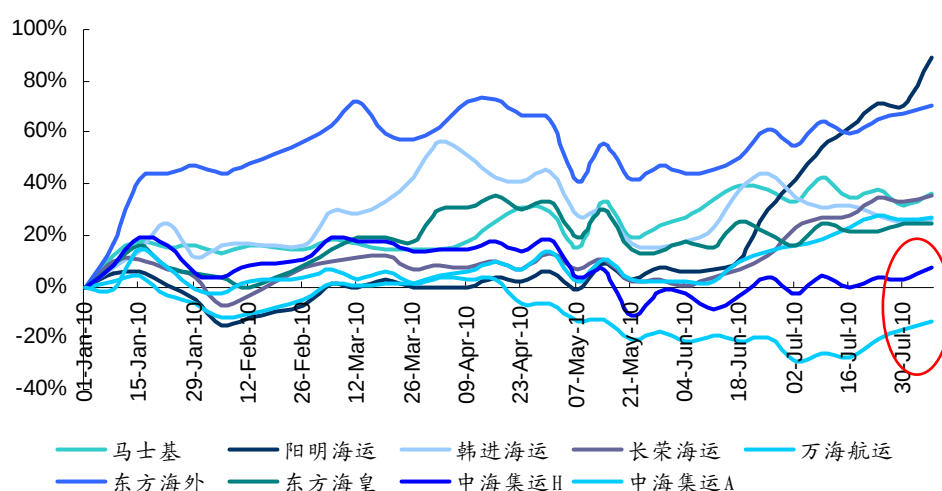
	EPS			P/E			P/B		
	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
马士基	-1674.00	4047.69	4569.16	-28.64	11.84	10.49	1.03	1.24	1.12
阳明海运	-6.18	1.45	1.71	-3.59	15.35	12.96	0.98	1.59	1.40
韩进海运	-118587.00	#N/A	N/A	#N/A	N/A	#N/A	N/A	#N/A	N/A
长荣海运	-3.22	1.50	2.15	-7.55	16.18	11.32	1.00	1.24	1.05
万海航运	-0.77	1.41	1.74	-28.18	15.36	12.46	1.38	1.61	1.49
东方海外	-0.64	1.44	0.77	-98.68	44.06	82.19	0.74	1.00	7.36
东方海皇	-0.36	0.07	0.12	-5.43	28.00	16.61	1.04	1.20	1.50

资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

表 21: 国际上市集运公司中期业绩

公司名称	2010H1			2010Q2		
	箱运量增速	营业收入增速	净利润增速	箱运量增速	营业收入增速	净利润增速
韩进海运	26.54%	44.89%	扭亏	23.70%	56.47%	扭亏
东方海外	11.60%	32.30%	扭亏	15.70%	N/A	N/A
东方海皇	39.00%	43.94%	扭亏	32.00%	52.81%	扭亏

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 28: 主要海运上市公司 2010 年以来股价涨跌幅


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

同国内海运公司估值比较

我们取国内主要海运公司做比较, 2010 年国内海运公司 PE 估值均值为 19.7 倍, 最低为 15.13 倍, 最高为 25.73 倍。按照我们预测, 中海集运 2010 年 PE 为 26.36 倍, 略高于国内海运公司均值, 但集运是目前景气度最高, 未来业绩改善预期最为明朗的海运子行业, 相对高估值是合理的。公司 PB 估值则低于国内海运公司均值。

表 22: 国内可比公司估值水平

	EPS			P/E			P/B		
	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
中国远洋	-0.73	0.42	0.51	-12.82	22.10	18.23	2.05	2.10	1.88
中海发展	0.31	0.62	0.79	29.99	15.13	11.93	1.63	1.40	1.29
中远航运	0.10	0.29	0.64	75.40	25.73	11.84	3.27	2.16	1.85
长航油运	0.00	0.29	0.42	2192.31	19.79	13.73	2.78	1.88	1.54
招商轮船	0.10	0.28	0.33	44.60	15.76	13.60	2.05	1.47	1.37

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

自身估值纵向比较

从绝对估值水平来看，中海集运目前的市净率为 1.83 倍，历史均值为 1.84 倍，最高和最低值分别为 4.31 倍和 0.88 倍；从相对沪深 300 的市净率来看，目前为 0.77，历史均值为 0.58，最高和最低值分别为 0.79 和 0.43。

图 29：中海集运历史 PB 变化



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 30：中海集运历史相对 PB 变化

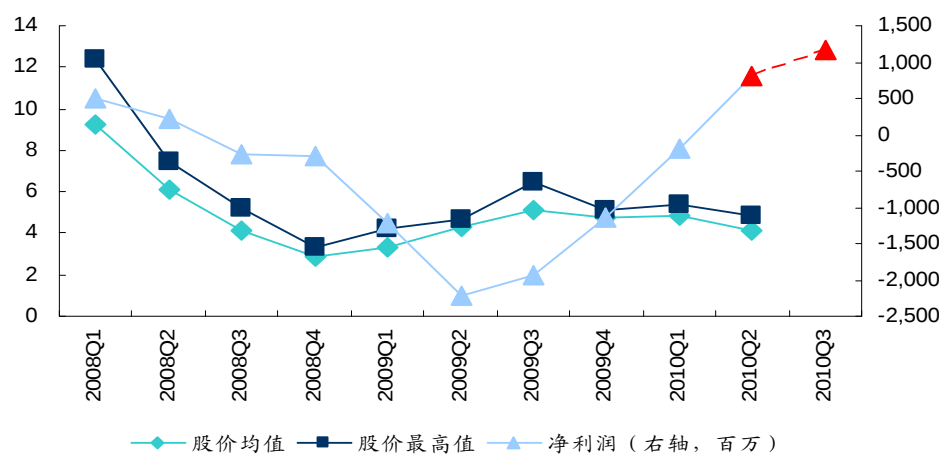


资料来源：Wind，长江证券研究部

股价与季度业绩趋势

从公司历史股价与季度业绩走势来看，两者基本走向趋于一致。在 2010 年 1-3 季度是公司业绩不断提升的背景下，二级市场股价也将有所体现。

图 31：中海集运季度股价（均价与最高价）与季度业绩变化比较



资料来源：Wind，长江证券研究部（红色标注的二季度、三季度业绩为我们的预测值）

投资评级：上调为“推荐”

当下公司运力规模、外部油价等因素与 2007 接近；内贸航线盈利水平弱于 2007 年，但美线盈利状态远超 2007 年。我们预期 3 季度公司业绩可观，可达到 0.10 元以上。若当下运价维持得以维持，预测 2011 年盈利规模可达 2007 年水平。我们暂取中性预测：2010-2012 年 EPS 分别为 0.15、0.26、0.33 元，并存在超预期可能。2010-2012 年 ROE 分别为 6.5%、10.5%和 11.9%。周期性行业公司在业绩拐点时期，可以给予相对高估值。考虑到行业景气维持，公司业绩将持续增长的预期，我们将评级由“谨慎推荐”调整为“推荐”。

风险提示

- 欧美经济二次探底，再受重创。
- 中国出口增速大幅回落
- 船东自律维持运价的意愿减弱。

公司财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	19938	31833	37068	41517	货币资金	6937	7464	12283	17903
营业成本	25419	28341	31366	34435	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	-5481	3492	5702	7083	应收账款	1444	2295	2673	2994
% 营业收入	-27.5%	11.0%	15.4%	17.1%	存货	874	1003	1109	1218
营业税金及附加	197	191	222	249	预付账款	90	113	125	137
% 营业收入	1.0%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	3	3	3	3
销售费用	0	0	0	0	流动资产合计	9556	11204	16587	22692
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	715	509	593	664	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.6%	1.6%	1.6%	1.6%	长期股权投资	1399	1549	1624	1714
财务费用	81	424	354	302	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.4%	1.3%	1.0%	0.7%	固定资产合计	33210	32054	30773	29563
资产减值损失	-38	29	12	11	无形资产	126	120	114	108
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	57	150	90	90	递延所得税资产	20	4	2	2
营业利润	-6379	2488	4610	5947	其他非流动资产	25	25	25	25
% 营业收入	-32.0%	7.8%	12.4%	14.3%	资产总计	44335	44956	49125	54104
营业外收支	-70	0	0	0	短期贷款	2725	0	0	0
利润总额	-6449	2488	4610	5947	应付款项	4110	4589	5077	5573
% 营业收入	-32.3%	7.8%	12.4%	14.3%	预收账款	77	127	148	166
所得税费用	22	373	830	1189	应付职工薪酬	234	253	280	308
净利润	-6472	2115	3780	4758	应交税费	123	316	589	806
归属于母公司所有者的净利润	-6489.0	1741.9	3088.8	3865.7	其他流动负债	351	401	444	488
少数股东损益	17	373	692	892	流动负债合计	7620	5687	6539	7340
EPS（元/股）	-0.56	0.15	0.26	0.33	长期借款	8352	9052	9052	9052
现金流量表（百万元）					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-3460	3757	6207	7216	其他非流动负债	2385	2385	2385	2385
取得投资收益					负债合计	18357	17124	17976	18777
收回现金	23	0	0	0	归属于母公司	25227	26707	29333	32619
长期股权投资	-87	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	752	1125	1816	2708
固定资产投资	-1257	-518	-571	-715	股东权益	25978	27832	31149	35327
其他	-69	0	0	0	负债及股东权益	44335	44956	49125	54104
投资活动现金流净额	-1413	-518	-571	-715	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	14	0	0	0	EPS	-0.555	0.149	0.264	0.331
银行贷款增加（减少）	2382	-2025	0	0	BVPS	2.16	2.29	2.51	2.79
筹资成本	347	-686	-817	-882	PE	-7.08	26.36	14.87	11.88
其他	-2624	0	0	0	PEG	0.04	-0.14	-0.08	-0.06
筹资活动现金流净额	119	-2711	-817	-882	PB	1.82	1.72	1.57	1.41
现金净流量	-4754	528	4819	5619	EV/EBITDA	-10.53	10.34	6.26	4.53
					ROE	-25.7%	6.5%	10.5%	11.9%

资料来源：长江证券研究所

分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，西方经济学硕士；长江证券研究部行业首席分析师。2008 年 5 月加盟长江证券研究部，研究领域航运和港口行业。从事行业研究工作 6 年。

韩轶超，上海交通大学金融学学士，金融学硕士，交通运输行业助理研究员。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。